



**University of
Zurich**^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2011

Stabilisierung der Euro-Zone durch Besicherung von Bonds

Nyborg, Kjell G

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-59875>

Newspaper Article

Published Version

Originally published at:

Nyborg, Kjell G. Stabilisierung der Euro-Zone durch Besicherung von Bonds. In: Neue Zürcher Zeitung, 189, 16 August 2011, 23.

Stabilisierung der Euro-Zone durch Besicherung von Bonds

Die Stärkung der Gläubigerposition und damit des Finanzsystems kann als Alternative zu einer Fiskalunion dienen. Von Kjell G. Nyborg

Die EU-Schuldenkrise ist unter anderem durch eine schwache Stellung der Gläubiger geprägt. Der Autor des folgenden Beitrags plädiert für das Besichern von Staatsanleihen, um das Finanzsystem zu stärken und eine Fiskalunion zu vermeiden.

Die Euro-Zone befindet sich in einer schweren Schuldenkrise mit der Konsequenz einer drohenden Krise der Gemeinschaftswährung selbst. Gefördert hat diese Entwicklung eine Geldpolitik, die es den europäischen Banken gestattete (und weiterhin gestattet), den Euro mit unbesicherten Staatsanleihen zu offenbar zu niedrigen Bewertungsabschlägen (sogenannten «haircuts») zu hinterlegen. So wendet die Europäische Zentralbank (EZB) derzeit zum Beispiel auf italienische und spanische Staatsanleihen mit einer Laufzeit von sechs Jahren einen Bewertungsabschlag von 3% an – das ist ebenso viel wie der Abschlag auf deutschen Staatsanleihen mit gleicher Laufzeit (Informationen von der Homepage der EZB).

Gläubiger in misslicher Lage

Die niedrigen Bewertungsabschläge haben eine exzessive Staatsverschuldung zu günstigen Konditionen möglich gemacht. Die fehlende Besicherung macht es den Gläubigern nun schwer, ihre Aussenstände einzutreiben. Als erster Schritt in Richtung einer stabileren Währungsunion sollten daher Staatsanleihen besichert werden. Auch sollten die Regeln für die Bestimmung von Bewertungsabschlägen überarbeitet werden. Die laufenden Bemühungen zur Rettung Griechenlands zeigen die Probleme auf, die bei einer Neuverhandlung von Schulden im Nachhinein entstehen – wenn also ein zahlungsunfähiger Schuldner versucht, seine Verpflichtungen umzustrukturieren, anstatt zurückzahlen, was er vermag.

Die Kosten der Zahlungsunfähigkeit sind geringer, wenn die Schuld mit einem Pfand besichert ist. Die meisten Gläubiger sind sich dieses Umstandes bewusst, wie etwa ein Blick auf übliche Hypothekarkredite zeigt. Auch das Insolvenzrecht erkennt dies an, indem es Mechanismen bereitstellt, die es Gläubigern erlauben, als Pfand gegebene

Vermögenswerte in Besitz zu nehmen, und die ordnungsgemässe Liquidierung des Vermögens eines zahlungsunfähigen Schuldners regelt.

Staatsschulden sind allerdings eine andere Angelegenheit; es gibt kaum Möglichkeiten, ihre Rückzahlung zu erzwingen. Dies macht es umso wichtiger, Staatsschulden zu besichern, besonders in einer Währungsunion wie der Euro-Zone, in der die Stärke der Gemeinschaftswährung davon abhängt, was jeder einzelne Mitgliedsstaat beiträgt, um diese mit Vermögenswerten zu hinterlegen und das Banken- und Finanzsystem abzusichern.

Stärkung des Finanzsystems

Ein wichtiges, aber zu wenig diskutiertes Element der Geldpolitik sind die Sicherheiten, die eine Zentralbank zur Hinterlegung akzeptiert, um dafür wiederum Geld an Banken auszugeben, sowie der Abschlag, mit dem sie diese Sicherheiten bewertet. Derzeit haben die Banken der Euro-Zone bei der EZB Repo-Geschäfte im Umfang von etwa 400 Mrd. € am Laufen. Die meisten dieser Geschäfte werden ganz selbstverständlich jede Woche verlängert. Die Sicherheiten, die diesen Repos zugrunde liegen, entsprechen dem Edelmetall, das einst hinter den Währungen stand.

Je schlechter die Sicherheiten und je geringer der Bewertungsabschlag, desto minderwertiger und schwächer ist die auf ihnen basierende Währung. Je grösser das Ausmass und das Risiko einer solchen Wertminderung, desto gefährdeter ist das Finanzsystem, das sich auf diese Währung stützt. Somit würde eine Verpflichtung der EZB, nur besicherte Staatsanleihen als Sicherheiten zu akzeptieren, das Finanzsystem der Euro-Zone stärken. Im Fall Griechenlands gibt es zahlreiche Vermögenswerte, die verkauft werden können, um der hellenischen Republik die Bedienung und Rückzahlung ihrer Schulden zu ermöglichen. Diese Frage ist in den Medien bereits erörtert worden. Allerdings fehlen ein Mechanismus, um solche Verkäufe zu erzwingen, und – vielleicht noch wichtiger – ein durchdachter Plan, welche Vermögenswerte veräussert werden sollen. Hätte man die griechischen Staatsanleihen bei der Ausgabe besichert, wären diese Fragen schon von vornherein geklärt.

So aber kann Griechenland, im Ge-

gensatz zu den meisten privaten Schuldnern, weiterhin den Rest Europas in Geiselschaft halten – mit der stillschweigenden Androhung einer ausgewachsenen Krise aufgrund der entstehenden Ansteckungsgefahr für die anderen Mitglieder der Währungsgemeinschaft. Wäre Griechenland nicht ein Teil der Euro-Zone, würde das Schicksal des Landes wohl kaum die gleichen Schlagzeilen machen und die gleichen Auswirkungen auf die Weltmärkte haben, wie dies nun der Fall ist. Dieser Umstand unterstreicht die Bedeutung einer Besicherung von Staatsanleihen in der Euro-Zone, zum Wohle aller ihrer Mitgliedsstaaten und von deren Bürgern.

Es gibt keinen guten Grund, warum nicht verlangt werden sollte, dass Staatsanleihen der Euro-Zone, die für Repo-Geschäfte mit der EZB verwendet werden können, besichert sein müssen. Die Mitgliedsstaaten mögen Einwände haben, da eine entsprechende Regelung eine (bedingte) Beschränkung ihrer nationalen Souveränität bedeuten könnte. So müsste etwa sichergestellt werden, dass sich ein zahlungsunfähiger Mitgliedsstaat reale, auf seinem Land und Boden befindliche Vermögenswerte nicht durch Enteignung zurückholen kann, nachdem diese auf den Gläubiger übergegangen sind.

Erfahrungen im Fall Mexiko

Allerdings gibt es auch Beispiele für Besicherungs-Mechanismen, die die nationale Souveränität nicht einschränken, wie etwa die Ölabkommen, die den US-amerikanischen Finanzhilfen an Mexiko in den neunziger Jahren zugrunde lagen. Dabei zahlten die Käufer des mexikanischen Erdöls ihre Summen direkt auf ein Konto bei der US-Notenbank Federal Reserve ein anstatt an den mexikanischen Staat. Dieses Konto diente dann als Sicherheit für US-Anleihen an Mexiko.

Im Fall Europas könnte die Besicherung von Staatsanleihen mit der Einrichtung einer zentralen Behörde einhergehen, bei der die Sicherheiten hinterlegt werden. Wenn das Risiko besteht, dass der Wert der Sicherheiten durch das Handeln des Schuldnerstaates (oder dessen Untätigkeit) gemindert wird, könnten die Schulden als De-facto-Lease-back-Geschäfte ausgestaltet werden. So hätte der Gläubiger ein gewisses Mass an Kontrolle über die

hinterlegten Vermögenswerte, solange die Schulden nicht zurückbezahlt sind.

Zusätzlich könnten die Bewertungsabschläge bei Repo-Geschäften mit der EZB nicht nur von den hinterlegten Sicherheiten abhängig gemacht werden, sondern auch von weiteren Faktoren, beispielsweise von der Gesamtverschuldung des Schuldnerstaates in Prozent seiner Wirtschaftsleistung. Dies wäre ein effizientes Werkzeug, um den Hang der Politiker zur Aufnahme neuer Schulden zu begrenzen.

Die Staaten der Euro-Zone könnten weiterhin nicht besicherte Anleihen begeben, sofern ein Markt für diese besteht. Die fehlende Möglichkeit, solche Schuldverschreibungen bei Repo-Geschäften mit der EZB zu verwenden, würde sie jedoch wenig attraktiv machen. Ein wesentlicher Anstieg der unbesicherten Staatsschulden eines Mitgliedsstaates könnte als Hinweis auf einen Fehler im System dienen und so einen Prozess der Prüfung durch die zuständige Aufsichtsbehörde auslösen.

Alternative zur Fiskalunion

Die Besicherung der Staatsschulden der Euro-Zone und die Einführung angemessener Bewertungsabschläge sind eine Frage des politischen Willens. Zwar würden diese Massnahmen die gegenwärtige Krise nicht lösen, sie wären indes ein wichtiger Schritt hin zu einer sichereren Währung und einem stabileren Finanzsystem und würden so helfen, zukünftige Krisen zu vermeiden. Im Falle der Zahlungsunfähigkeit gewährleistet die Besicherung eine geordnete, von vornherein geregelte Abwicklung. Der Nachverhandlungsbedarf und die Möglichkeiten zahlungsunfähiger Mitgliedsstaaten, den Rest der Euro-Zone in Geiselhaft zu nehmen, werden dadurch minimiert.

Ausserdem schafft die Gefahr, im Falle der Zahlungsunfähigkeit Vermögenswerte zu verlieren, bei den nationalen Regierungen einen starken Anreiz, ihre Finanzen in Ordnung zu halten und so das Ausfallrisiko zu reduzieren. Die Verbindung von Bewertungsabschlägen mit der Gesamtverschuldung des begebenden Landes wird dabei ebenfalls helfen. Ein weiterer Vorteil der Besicherung von Staatsanleihen besteht darin, dass diese die Souveränität der Mitgliedsstaaten bewahrt – dies im Gegensatz zu jener Alternative, nach der manche rufen, nämlich zu einer stärkeren politischen und fiskalischen Union der Euro-Zone.

Kjell G. Nyborg ist ordentlicher Professor für Corporate Finance am Institut für Banking und Finance der Universität Zürich. Der Artikel wurde von Christian W. Gattringer aus dem Englischen übersetzt.